

学校编码: 10384

学号: 17920131150683



分类号_____密级_____

UDC_____

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

VIE 框架的红筹企业回归境内上市研究
Study on return to Domestic Capital Market of Red Chip
Enterprises with VIE Structures

杜 伟

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2016 年 7 月

论文答辩时间: 2016 年 8 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 9 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名): 在伟

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明


本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）： 

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

我国的 VIE 结构是国内监管限制约束和企业融资需求的创新产物。在初期，我国企业尤其是互联网新兴行业的发展存在一个悖论，一方面企业尤其是互联网新兴行业的发展离不开资金的支持，而国内上市的门槛较高，创投机制不完善，无法实现更好的融资；另一方面《外商投资产业指导目录》及行业监管法律、法规限制或禁止外资进入互联网行业。因此，经过改造的“小红筹”模式——VIE 架构产生了。近年来，红筹企业在海外遭遇各种危机，而与此对比明显的是国内资本市场的各种利好。在高市盈率的吸引下，VIE 框架的红筹企业纷纷寻求回归。

VIE 框架的红筹企业回归选择的主要方式有独立 IPO 形式、借壳上市、分拆子公司借壳上市、分拆子公司挂牌新三板，经过筛选本文分别选取了暴风科技独立 IPO、巨人网络借壳上市、搜房控股分拆子公司借壳万里股份、第九城市分拆子公司挂牌新三板的案例，对 VIE 框架的红筹企业回归境内资本市场的路径以及境内上市时监管层的关注问题进行了梳理。同时本文还分析了拆 VIE 架构过程中存在的一般问题，并提供一些建议与启示。

关键词：红筹；VIE 架构；协议控制；回归；A 股

厦门大学博士论文摘要库

Abstract

The domestic supervise and regulatory limits leads to development and demands of VIE structure. At an early stage, there is a paradox exists in the growth of domestic enterprises especially in network fields. On one hand, enterprises especially in newly emerged industry needs strong support of funds in domestic while standard of domestic IPO is too strict for them to satisfy and Mechanism of Venture Capital still not been accomplished yet which results in the hard financing. On the other hands, the limitations of “Catalogue for the Guidance of Foreign Investment Industry” and legal supervise prohibit foreign capital enter network industry. Thus, the reconstructive VIE structure was born in this situation. In recent years, Chinese stock encountered various crises oversea while the circumstances was much better in domestic capital market.

As the attraction of high P/E ratio, VIE enterprises choose return to domestic capital market mainly through the following modes: independent IPO, Reverse Takeover and spin off subsidiary backdoor listing. The author carefully chose several cases to explain the mode of returning and listed problems concerned by the legal and regulatory supervisor through analysis of the cases. Finally, the author analyses problems mainly existed in removal of VIE structure and provide various suggestions on it.

Keywords: Red chip; VIE structure; Control Protocol; Return of red chip; A Share

厦门大学博硕士论文摘要库

目 录

第一章 绪论	1
第一节 研究背景	1
第二节 研究意义	2
第三节 研究的内容和论文结构图	4
第二章 基本概念与相关文献	6
第一节 基本概念	6
一、红筹	6
二、VIE 架构	6
三、拆除 VIE 架构	8
第二节 文献综述	8
第三章 VIE 框架的红筹企业回归的原因分析	10
第一节 VIE 架构的弊端	10
一、VIE 架构下公司治理存在着诸多问题	10
二、国家法规政策的不明确导致 VIE 架构的不确定性	11
三、企业对境外资本市场不熟悉	11
第二节 国内环境的变化	12
一、国内资本市场活跃	12
二、人民币的发展	13
三、国内监管部门支持回归	13
第四章 VIE 框架的红筹企业回归面临的问题分析	15
第一节 焦点法律问题	15
一、VIE 控制协议的执行及解除	15
二、境外融资平台原有投资者的退出	16
三、外汇管理问题	17
四、境外私有化过程的合规性问题	18

第二节 国内监管环境对回归的影响	18
一、境内上市条件对回归企业的巨大考验	18
二、回归后的合规运营和公司治理	19
第五章 我国 VIE 框架的红筹企业回归案例分析	23
第一节 IPO 形式回归案例—暴风科技	23
一、搭建 VIE 架构	23
二、拆除 VIE 架构	24
三、证监会的审核要点	24
第二节 借壳上市回归案例——巨人网络借壳世纪游轮	25
一、搭建红筹架构上市阶段	26
二、私有化及退市阶段	26
三、拆除 VIE 架构阶段	27
四、证监会审核的重点问题	28
第三节 分拆子公司借壳上市案例—搜房控股分拆子公司借壳万里股份 ..	28
一、本次交易的创新之处	29
二、交易所及证监会的关注重点	29
第四节 子公司挂牌新三板案例—第九城市子公司在新三板挂牌	30
一、创新之处	30
二、关注重点	30
三、借鉴意义	30
第六章 我国 VIE 框架的红筹企业回归模式选择与制度设计	32
第一节 独立 IPO 方式	32
第二节 借壳上市方式	33
第三节 分拆子公司借壳上市方式	34
第四节 新三板挂牌方式	34
第五节 回归模式比较	35
第六节 制度设计	37
一、控制权回归境内	37
二、VIE 协议的解除	38

三、中概股红筹企业回归 A 股资本市场的实质条件	38
四、近期回归境内 A 股企业应关注的问题	39
五、VIE 框架的红筹企业同时在境内外上市的探索.....	39
第七章 结论与启示	41
参考文献	43
致谢语.....	45

Contents

Chapter One Introduction	1
Session 1 Research background	1
Session 2 Research purpose and significance	2
Session 3 Content and structure	4
Chapter Two Basic theory and Literature Review.....	6
Session 1 Basic theory	6
Session 2 Literature review	8
Chapter Three The reasons for return of VIE red chip enterprises .10	
Session 1 The disadvantages of VIE structure	10
Session 2 Changes in Domestic Environment	12
Chapter Four The Problems of VIE Structure Return	15
Session 1 Main Legal Issues	15
Session 2 Impacts of domestic supervise on the Return	18
Chapter Five Case analysis of return of VIE red-chip enterprise	23
Session 1 Storm Player, a case to explain VIE red-chip enterprise chose IPO mode return to Chinese capital market	23
Session 2 Case of VIE red-chip enterprise be back by backdoor listing- Giant interactive Group	25
Session 3 The Subsidiary back by backdoor listing-Fang.com.....	28
Session 4 The Subsidiary Listing on National Equities Exchange and Quotations- The Ninth Limited	30
Chapter Six Choice of Regulatory and Mode for Enterprises to Choose to be Back to VIE Structure Red-chip	32
Session 1 Independent IPO mode	32
Session 2 Backdoor listing mode	33
Session 3 Spin off subsidiary backdoor listing	34
Session 4 Listing on National Equities Exchange and Quotations	35
Session 5 The comparison on the different modes	35
Session 6 Design of protocol	37

Chapter Seven Conclusion and Revelation	41
References	43
Acknowledgments	45

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 绪论

第一节 研究背景

我国的 VIE 结构是国内监管限制约束和企业融资需求的创新产物。在我国当前的环境下，我国企业尤其是互联网新兴行业的发展存在一个悖论，一方面企业尤其是互联网新兴行业的发展离不开资金的支持；另一方面国内监管互联网行业的法律、法规限制或禁止外资进入互联网行业。因此，经过改造的“小红筹”模式——VIE 架构产生了。

根据目前采取 VIE 架构在香港、美国红筹上市的案例来看，采取 VIE 模式的原因主要在于中国境内法律法规限制或禁止外资进入该行业，尤其是互联网企业，还有一些其他行业如小额贷款、^①疏浚行业等。^②

在我国的《外商投资产业指导目录》中，将外商投资的产业具体分为鼓励类、限制类和禁止类三类。根据 2015 年版的《外商投资产业指导目录》，部分互联网行业、影视行业等属于国家禁止外商投资进入的产业。而对于互联网行业而言，不仅涉及到《外商投资产业指导目录》限制，还涉及到行业的规定。根据《互联网信息服务管理办法》、《互联网文化管理暂行规定》、《中华人民共和国电信条例》（2014 年修订）等文件，我国对于互联网企业的监管比较严格，对于外商投资的限制也一直存在。因此，对于我国的互联网企业而言，发展初期需要充足的资金支持，但又受限于各种规定，只能通过搭建 VIE 架构在境外资本市场进行融资。

通过设立 VIE 架构在境外资本市场进行融资，使得中国的互联网行业迎来了黄金十年，诞生了目前中国众多的互联网知名大企业。然而，随着我国资本

^① 鲈乡小贷（CCCR）招股书披露，江苏省虽无法规明确禁止外商控股小额贷款公司，但根据审批实践情况来看，尚未审批同意外资控股小额贷款公司的先例，未来也不确定是否批准，因此，鲈乡小贷（CCCR）通过 VIE 模式搭建红筹架构。

^② 疏浚行业虽不属于《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》所规定的限制类或禁止类外商投资项目，但因船舶登记机关暂不予登记中方出资额低于 50% 的中外合资企业或外资企业拥有 100% 所有权的船舶，外商在疏浚类企业的出资比例在实际上受到限制的，即不得超过该类企业注册资本的 50%。因此，翔宇疏浚（00871）通过 VIE 模式搭建了红筹架构，并最终赴香港上市。

市场已经经历了二十年的发展，资本市场的法律体系、监管规则、层次和结构等逐步完善合理，投资者也趋于理性。伴随着国内多层次资本市场的日益开放和完善，以及受境内外资本市场对于公司估值的巨大差异影响，越来越多的企业纷纷选择拆除 VIE 架构，完成私有化，VIE 模式的企业在这一系列因素的促使下，引发了回归热潮。

2015 年 3 月，回归 A 股的暴风科技在登陆创业板后连续 19 个涨停板，仅到 6 月 9 日，暴风科技总市值就达到 339 亿元人民币，折合美元约 55 亿美元。而在美国上市的优酷土豆，同期总市值约 58 亿美元。两者相差无几，但两者的业务规模却完全不在一个体量上，这不仅创造了国内创业板股价增长的纪录，同时也更加坚定了中概股的回归决心。

在高市盈率的吸引下，大量的中概股纷纷寻求回归国内资本市场，而对于回归模式的选择，有独立 IPO、借壳上市、分拆子公司借壳上市或挂牌新三板。目前选择回归的企业中，暴风科技采用了独立 IPO 形式；巨人网络、分众传媒则分别借壳世纪游轮及七喜控股上市；搜房控股则分拆旗下的互联网房产、家居广告营销业务和金融业务资产，借壳万里股份回归 A 股；上海第九城市教育科技股份有限公司在未拆除 VIE 架构的情况下，作为境内运营实体的子公司成功挂牌新三板，再次为 VIE 框架的红筹企业回归国内资本市场开拓了一条新道路。

本文正是在这种背景之下，通过对 VIE 架构相关理论的研究，结合 VIE 框架的红筹企业回归的现状，深入剖析 VIE 架构的红筹企业回归的障碍与问题。

第二节 研究意义

目前，我国国内企业在境外上市主要有两种途径：一种是国内企业直接到境外上市，如 H 股上市；另一种是以搭建“红筹模式”实现境外控股公司在境外上市（本文所指“红筹模式”是指“小红筹模式”，即企业利润来源于中国境内、而上市地在境外的架构模式，是中国境内居民（包括法人和自然人）通过在境外设立特殊目的公司，以协议或股权安排，将境内权益（包括资产和利润）注

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.